

事前の書面による許可なく複製はできません。
巻末の全てのリスク開示をご参照ください。

Insight
INVESTMENT

王位の空白期間

2019年9月

> 我々は急速な移行期にいます。第二次世界大戦以降、我々の世界を形作ってきた力は衰退途上にある一方、将来を形作るであろう力はまだ不明瞭です。本稿はその原因と投資家への影響を考察します。

要旨

「王位の空白期間」

- 我々は急速な移行期にいます。第二次大戦以降、我々の世界を形作ってきた力は衰退途上にある一方、将来を形作るであろう力はまだ明瞭ではありません。

グローバルにシステムの崩壊は激化しており、原因はテクノロジーの進化だけではない

- 戦後の制度的枠組みは綻びつつあるという証拠があります。
- 関税等の貿易障壁が外交政策の課題に復活し、グローバル化への風当たりは益々強まっています。
- 米国の後退と時を同じくして中国が台頭し、積極的に代替的な制度的枠組みを創出しています。

根底にある問題がこの体制転換をより困難にする

- 債務は1970年代半ば以降、驚異的なペースで増加しており、その持続可能性や生産性の両方の点で課題となっています。
- ベビーブーマー世代によってもたらされた人口ボーナスは逆風に変わりつつあります。労働年齢人口は殆どの先進国で減少傾向にあり、長期的な経済成長を圧迫するでしょう。

この体制転換は既に影響を及ぼしている

- 格差の拡大と生産性の向上に対する労働者の取り分の減少は、社会的不満の増大と政治的不和に繋がっており、グローバル化や移民等の重要問題を表面化させています。
- 最終的には、ポピュリストはグローバル化や移民を責めることに飽き、代わりに現代貨幣理論（MMT）のような需要主導型の経済イデオロギーへの回帰を求め始めるでしょう。
- 我々は臨界減速の段階にいます。創造的破壊、バランスシート上の債務の飽和及び人口動態の悪化は、経済が今回の危機前の成長率に戻るのを妨げているようです。
- 債務残高の急増、限定的な金融緩和余地、格差の拡大及びポピュリスト的緊張により、経済及び社会におけるバッファは減少しています。

今回の「王位の空白期間」に向けた戦略

- 政府や中央銀行による継続的な介入によって安定を保ってきた人工的な均衡状態がしばらく続いています。
- しかしこの耐性は試されており、我々は新たな経済体制への転換点に近づいています。当社にとっての重要な問題は、これがインフレ的イベントになるか、デフレ的イベントになるかです。
- 投資家がこれに対応したポジションをとるには、結果の確実性、テールリスクに対する保険及び資産選択の3つをしっかりと検討する必要があると考えます。

アブダラ ナファール



CEOとしてインサイト社の戦略的なビジネス・プランを主導。2003年9月にCIOに就任し、運用チーム全体を統括、2006年6月には副CEOに任命された。2007年7月にCEO兼CIOに就任。インサイト社を伝統的な運用会社から、LDI、債券、マルチ・アセット/絶対リターン戦略に強みを持つスペシャリスト・ソリューション・プロバイダーへ会社の転換を主導した。

王位の空白期間： パクスアメリカーナは衰退途上であり、 新たな体制が出現しつつある

相次ぐ世界大戦と大恐慌を経て出現した米国主導のルールに基づく国際秩序が衰退の道を進む一方、将来の設計が明らかになるには、それを決定するであろう力はまだまだあまりに漠然としています。現在は一つの過渡期、「王位の空白期間」であり、我々を「旧世界」に留めようとする力と、「新世界」へ押し出そうとする力が綱引きを展開しています。

本稿は、これを制度、経済イデオロギー、債務及び人口動態における動向という視点から分析します。

この診断を行うに当たり、二つの視点が役立つでしょう。一つは、過去の経験を参考にする歴史的視点。もう一つはツールを利用して、あるシステムが現在どのように作動しているかを理解することで、その将来的な動きを見極めるという科学的な視点です（詳しくは巻末資料をご覧ください）。



古いものが滅びつつあり、新しいものが生まれ出てこられないことがまさに危機の本質的特徴である。この王位の空白期間には、非常に多様な病的症候が出現する。

アントニオ・グラムシ、獄中ノート



グローバルに体制の崩壊は激化しつつあり、その原因はテクノロジーの進化だけではない

戦後の枠組みは綻びつつある

1944年にブレトンウッズ協定が交渉され、同時に新たな国際通貨制度とそれをサポートする世界銀行や国際通貨基金等の多国籍機関が設立されると、パクスアメリカーナは急速に発展しました。そして、平和・安全保障や、グローバルガバナンス、法的紛争、貿易といった多様な分野において協力を促進すべく、国連、NATO、国際司法裁判所、GATT等の新たな機関や協定がその後短期間のうちに誕生しました。

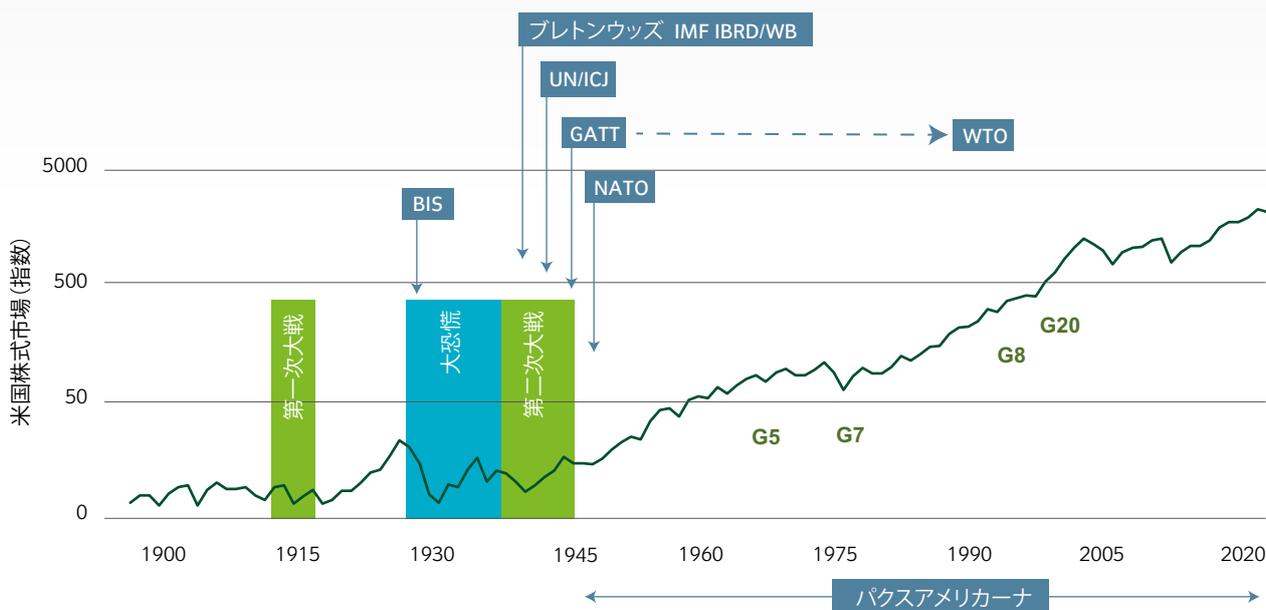
今やこの戦後の枠組みは綻びつつあるという証拠が増えていきます。国際機関は弱体化するとともに、米国は多くの国連機関から脱退し、米ドルの決済システムは経済的目的を追求するための武器と化しています。エコノミスト誌は世界の一体化の度合いを示す12の指標をモニターしていますが、現在のうち8つは停滞又は低下しています。¹

米国がもはやパクスアメリカーナの負担を引き受けず、国際的にも次第にパクスアメリカーナへの支持が失われる中、世界の体制の将来は不透明のようです。

グローバリゼーションは頂点に達しつつある模様

パクスアメリカーナの下で創出された富と世界貿易の量でその成功を測るならば、パクスアメリカーナは大成功を収めました。図1が示すのは、この期間の富の創出の恐らく最も強力な象徴であろう米国株式市場のパフォーマンスの指数です。図2は貿易の開放性を示しており、米国の孤立主義と保護貿易を特徴とするパクスアメリカーナ直前の時期の世界貿易の崩壊と、パクスアメリカーナと同時に生じた力強い回復を示しています。しかし、今やその回復は頂点に達しつつあり、反転が始まっているという兆候が出現しています。実際、関税等の貿易障壁が再び外交政策の課題に復活しており、目下の米中の貿易紛争はその顕著な例です。

図1: パクスアメリカーナの下で創出された富の規模の測定²



BIS : 国際決済銀行。GATT : 関税貿易一般協定。NATO : 北大西洋条約機構。WTO : 世界貿易機関。IMF : 国際通貨基金。ICJ : 国際司法裁判所。UN : 国連。WB : 世界銀行。IBRD : 国際復興開発銀行。

¹ <https://www.economist.com/briefing/2019/01/24/globalisation-has-faltered>をご参照ください。

² 出所 : データストリーム、インサイト。データは2018年12月31日現在。

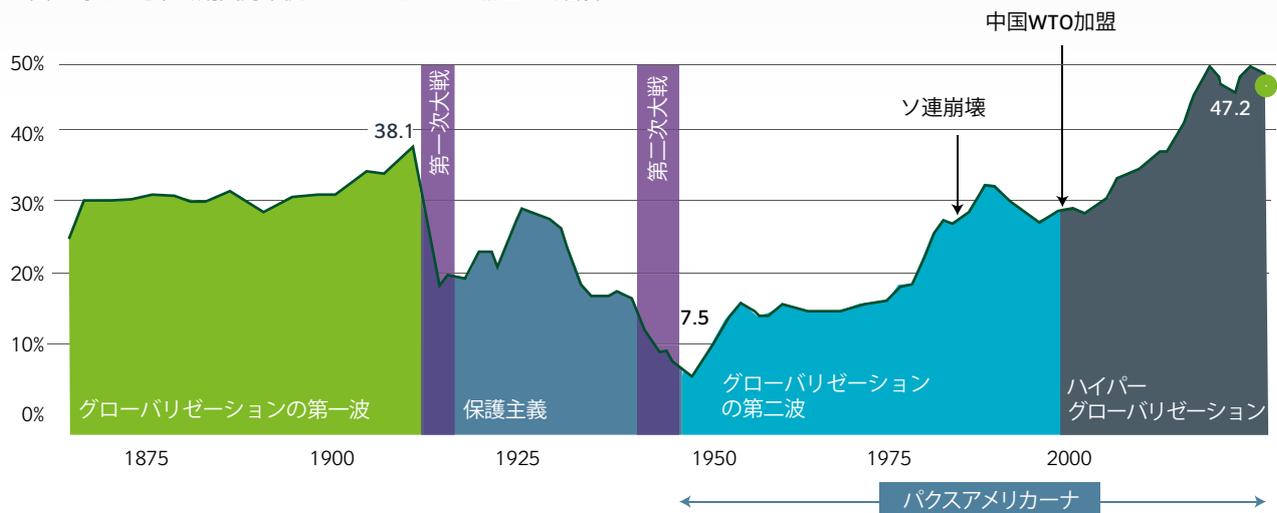
中国が世界の舞台で台頭

これは単に米国の後退の話ではなく、中国の台頭の話でもあります。過去30年間の殆どの期間、中国の外交政策の指針は、「力を隠して時機を待て。決して主導権を握るな」というかつての指導者である鄧小平氏の言葉に従ったものでした。しかし今日、中国は「世界の舞台の中心に立ち、人類により大きな貢献をする」そして、「公正と正義の概念に基づき世界のガバナンスシステムの改革を主導する」必要があると唱道する習近平国家主席の下、ついにその戦略から転換しているようです。

中国はこれまでよりずっと自己主張を強めつつあり、今では自らを不可欠な世界的経済大国、すなわちルールを押し付けられる側ではなく作る側であると見做しています。一帯一路構想やアジアインフラ投資銀行は、中国が、パクスアメリカ後の新たな時代への移行を後押しする行動をとり、積極的に推進した重要なブレトンウッズ体制外の多国籍開発機関の例です。

図2: グローバリゼーションはピークに達しつつある³

貿易の開放性(%, 3年間の移動平均)
 輸出+輸入として計算
 17ヶ国の対GDP比率%, 購買力平価ベースのGDPにより加重して合算



³出所： NBERマクロヒストリー・データベース、データは2017年6月現在。

根底にある問題が 今回の体制転換をより困難にする

債務負担は持続不可能になりつつある

パクスアメリカーナの最初の数十年間、米国の債務は国内総生産の拡大に合わせて増加しました。しかし、1976年にドルと金の兌換が正式に停止されると⁴、両者は劇的に乖離し始め、以後債務は爆発的に増加しました（図3）。現在の債務の増加ペースは明らかに持続不可能であり、新たな危機に繋がる可能性が高いでしょう。

図3: 債務残高の急増⁵

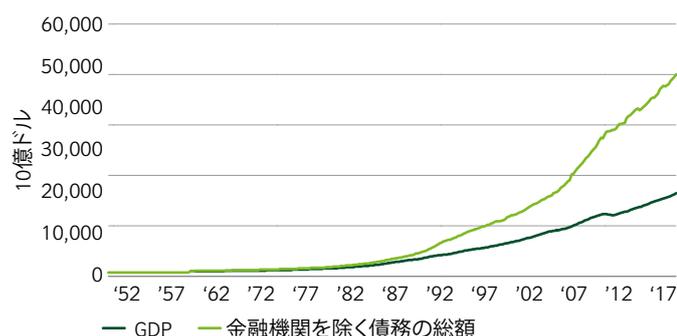


図4: 債務の持続可能性と生産性：米国債務／名目GDPと金利⁵



危機の正確な時期を予測するのは極めて困難ですが、モニターする価値のある指標が二つあります。

- 1) 債務の持続可能性：これは債務の残高を支えるのに必要とされる金利の水準です。図4を見ると、米国の現在の債務残高では、この指標はゼロに近い水準です。これは単に経済的な制約に留まりません。財政拡大策は、資産価格を支えそして格差悪化に繋がることから有権者の反感が増しており、急速に政治的な制約にもなりつつあります。
- 2) 債務の生産性：図5は、1単位の債務で購入可能なGDPの単位数という債務の生産性の尺度の一つです。この図が明確にしているのは、債務の収益率が次第に逡減していることです。債務残高が増えるにつれ、追加の債務が成長に及ぼす限界的な影響は逡減します。

図5: 米国の債務の生産性
(10年間の債務の増減／10年間の名目GDPの増減)⁵



⁴ ブレトンウッズ通貨体制との正式な決別は1976年1月のジャマイカ協定の批准。

⁵ 出所：データストリーム、データは2019年1月現在。



人口動態は逆風に変わりつつある

1946年から1964年にかけて生まれたいわゆる「ベビーブーマー」は、バクスアメリカーナの文脈で分析すると興味深い世代です。この集団は第二次大戦後の特に平和で繁栄した時代に生まれましたが、これは世界的に出生率が急上昇した時期でもあります。この出生率の高まりは、最終的に世界的な労働年齢人口の大幅な増加に繋がり、この人口ボーナスは経済の生産高に多大な貢献をしました（図6）。

しかし今日では、ほぼ世界的に労働年齢人口は減少傾向です（図7）。そして、労働力の増加は一国の経済の長期的成長率の重要な決定要因の一つであることを考えると、増加率の鈍化は最終的に長期的な経済成長を圧迫します。こうして、一時は経済成長を支えた人口ボーナスは、今や逆風に変わりつつあります。人口動態の悪化は、将来的に財政を担う国民の割合の低下を意味し、政府の予算に負の影響を及ぼします。予想される財政の不均衡は、将来世代に大きな負担を押し付ける可能性が高く、持続可能であるとは思えません。

図6: 労働年齢人口／総人口⁶

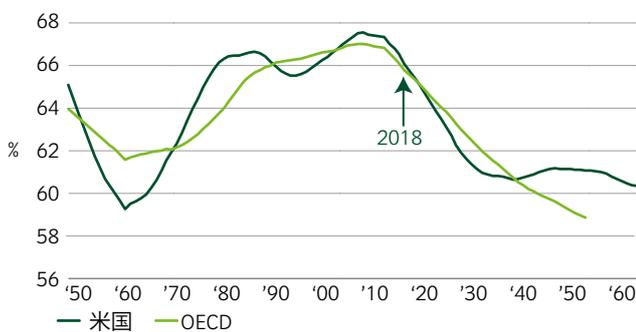


図7: 労働年齢人口 5年間の増減⁶



⁶ 出所： OECD。データは2016年1月27日現在。

体制転換は既に 影響を及ぼしている

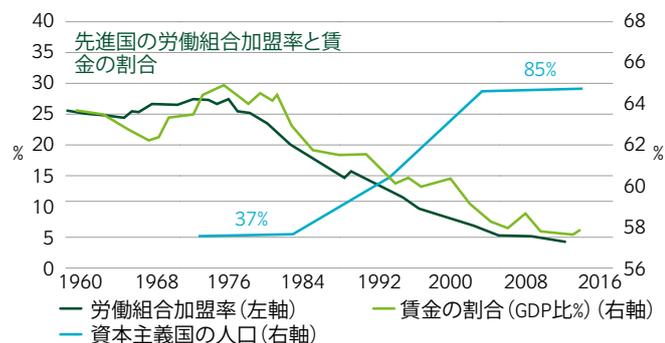
格差とポピュリズムへの迷走

「古いものが滅びつつあり、新しいものが生まれ出てこれないことがまさに危機の本質的特徴である。この王位の空白期間には非常に多様な病的症候が出現する。」

アントニオ・グラムシがこう記したのは1930年ですが、今日の状況を記述していたとしても全く違和感がありません。今日のポピュリスト運動には、あらゆるイデオロギーに及ぶ様々な種類があり、彼らが何を支持しているのか常に明確ではありませんが、グローバリゼーションに反対であることは明らかです。

ポピュリストの経済的不満の核心にあるのは、かなり単純で明白な事実です。グローバリゼーションと移民を通じた労働力プールの拡大は、労働者の交渉力を弱め、生活水準の低下に繋がりました。図8はこれを明確に示しています。資本主義圏で暮らす世界の人口（世界の労働力プールの代数として）の割合が増える一方で、労働組合加盟率やGDPに占める賃金の割合は低下しました。

図8: 労働者の交渉力と経済的利得の取り分は右肩下がり⁸

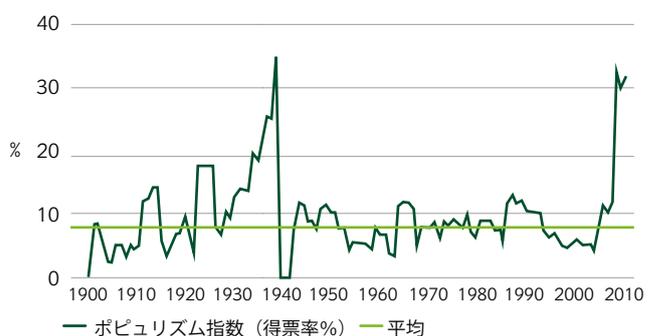


これは格差の大幅な拡大に繋がっており、ポピュリズムの急速な高まりに貢献していることは間違いありません（図9）。

過激な経済的代替案の出現

ポピュリストはグローバリゼーションや移民を責めることに飽き、代わりに需要主導型の政府支出への回帰を要求し始めるだろうとインサイトは考えています。学界では過激な需要主導型の経済イデオロギーの出現により既にそのシフトは生じており、現代貨幣理論 (MMT) はその最たる例です。MMTは、「その国が自前の法定不換通貨⁷を有するならば、いかなる財政支出上の制約にも拘束されておらず、唯一の制約要因はインフレである」、「インフレが抑制されている限り、政府はいかなる状況も支出拡大によって切り抜けて構わない」と唱えています。一切の財政的慎重さの放棄が主流となるのに必要なのは、たった一度の景気後退かもしれません。MMTの理論的基礎に疑問を呈することは可能ですが、一つ正しい点は、自前の法定不換通貨を有する国だけが使える手段だということです。

図9: ポピュリスト政党の得票率⁹



⁷ 法定不換通貨とは、金等の商品の裏付けのない、政府発行の法定通貨のことです。価値を裏付けるのは発行元の政府です。

⁸ 出所：AMECO、OECD統計、バークレイズの2018年の調査。フレーザー研究所及び世界銀行のデータに基づくBCAの2017年の調査。

⁹ 出所：ドイツ銀行。含まれる国は米国、英国、フランス、イタリア、ドイツ、日本及びスペイン。

緩慢な末期的衰退の段階

こうした歴史的な視点が将来の参考となるのであれば、パクスアメリカーナは緩慢な末期的衰退の段階に入っており、それは2008年の金融危機後に本格的に始まったプロセスであると結論できるかもしれません。戦後誕生した様々な制度が徐々に蝕まれると共に、米国が主導したルールに基づく世界秩序も同じ道を辿っています。グローバリゼーションと経済政策は間違いなく格差を悪化させ、世界的なポピュリズムの台頭に拍車をかけました。債務は持続不可能なペースで増えており、法定不換通貨の将来を脅かそうとしています。そして、1960年代の経済成長を支えた有利な人口動態は逆風に転じました。

これは深刻な状況です。生産性が激変しない限り、従来の社会的契約の大幅な変更無しにこうしたトレンドを持続させられる国は世界中どこにもありません。しかし、現行制度の受益者たちは、享受している恩恵を簡単に手放しそうにありません。

科学的視点 – 我々の複雑な経済システムは転換点に近づきつつある

複雑なシステム（複雑系）の視点で見ると、警告サインの幾つかは、我々が否応なしに転換点へ向かっていることを示唆しています。

- 我々は臨界減速の段階にいます：成長率を引き下げている力（すなわち新たな技術を通じた創造的破壊と人口動態の悪化）は、経済が直近の危機前に達成していた成長率に戻るのを妨げているようです。また、追加的な債務の限界的な1ドルが創出するGDPの単位は逡減しています。
- システム内のバッファーは限界に近づいています：経済的バッファー、社会的バッファーともに限界に近づいています。経済的バッファーに関して言えば、緩和的な金融政策や債務といったレバーに更なる刺激を提供する余地は殆どありません。一方、各国における格差の拡大とポピュリスティック政治運動への支持の急増は、現行政策に対する人々の許容度が試されていることを示唆しています。

ここで考察している科学的視点に関する詳細は巻末資料 B をご覧ください。

結論

今回の「王位の空白期間」に向けた戦略

今回の「王位の空白期間」ではどのような戦略を採り得るでしょうか。政府や中央銀行による継続的な介入によって安定を保ってきた人工的な均衡状態がしばらく続いています。我々は同時に転換点に近づき続けています。当社にとっての重要な問題は、これがインフレ的イベントになるのか、デフレ的イベントになるのかです。

システムが自律的な調整を許されるならば、過去に時折見られたように、デフレ的な形で調整する可能性が高いでしょう。しかし、殆どの政府は、よりインフレ的な結果を選好し、自律的調整を妨げる選択をする可能性が高いことを我々は知っています（ドイツが顕著な例外となる可能性はありますが）。そして法定不換通貨の世界では、政府はそれを達成するために必要なツールを持っています。次の政府介入の段階は、相当な貨幣創出を通じた財政拡大の形で到来するのではないかと当社は考えています。しかし、歴史から判断すれば、それは万能薬ではありません。インフレはインフレによる危機を創出します。MMTの提唱者に欠けているのは、法定不換通貨制度の重要性と、それが投資家、消費者及び貸し手の信頼に依存しているという点の理解です。一旦信頼が損なわれれば、更に大きな危機が醸成されるでしょう。我々は恐らくまだ完全にその転換点に達してはいませんが、投資家は訪れ得る事態に備える必要があります。

投資家が転換点に備えて採り得るポジション

非常に緩和的な政府の政策によって維持されている安定期は、社債や株式等の伝統的なロングオンリーの投資対象に有利に働きます。そうした局面では、通常アルファリスクよりベータリスクの方が大きなリターンを得られます。しかし、混乱期にこうした資産を保有した場合、結果はかなり異なるかもしれません。

では、どういうポジションをとるべきでしょうか。考慮する点が三つあると当社は考えます。結果の確実性、テールリスクに対する保険及び資産選択です。

投資家にとっての検討事項

結果の確実性 – 望む結果を定義すること、そして絶対的なリターンを最大化ではなく、望む結果の達成確率の最大化に集中することです。こうしたポートフォリオは、上昇相場について行くように作られてはいませんが、望むリターンを達成する確率を大幅に引き上げます

テールリスクに対する保険 – もし市場がこれを過小評価し、割安に放置しているのであれば、問題はいかにその状況を利用するかです。非線形的な環境への転換があった場合、大惨事に晒されている資産を回避し、そうした動きから利益を受け得る資産に投資することをいかに確実にするかです

資産選択 – 過去10年間に多くのパッシブ投資が行われました。量的緩和により、悪い資産は事実上良い資産の中に隠れてしまいました。

検討可能な選択肢¹⁰

セキュアード・ファイナンス – 当社は無担保のコーポレートクレジットよりセキュアード・ファイナンスを 선호します。この資産クラスは、クレジットリスクに対するプレミアムに加え、流動性の低さや複雑性に対するプレミアムも提供するからです。

米インフレ連動債 – 現在、30年のブレイクイーブンインフレ率は、FRBの2%のインフレ目標を大幅に下回っています。大まかにいえば、FRBが長期的にインフレ目標を達成した場合、インフレ連動債は同じ期間の名目債をアウトパフォームすることが予想されるということです。インフレ的なテールリスクイベントが生じた場合、これらの資産は大きな保険を提供する可能性があります。

アルファ対ベータ – いかなる将来的な混乱においても、アクティブ運用はパッシブ運用より有利である可能性が高いでしょう。パッシブ運用は投資妙味や最適な資本配分に関する判断をしません。アクティブ運用を通じた差別化は真の違いを生むでしょう。

¹⁰ これらの選択肢の適否は貴社固有の投資戦略と状況に依ります。

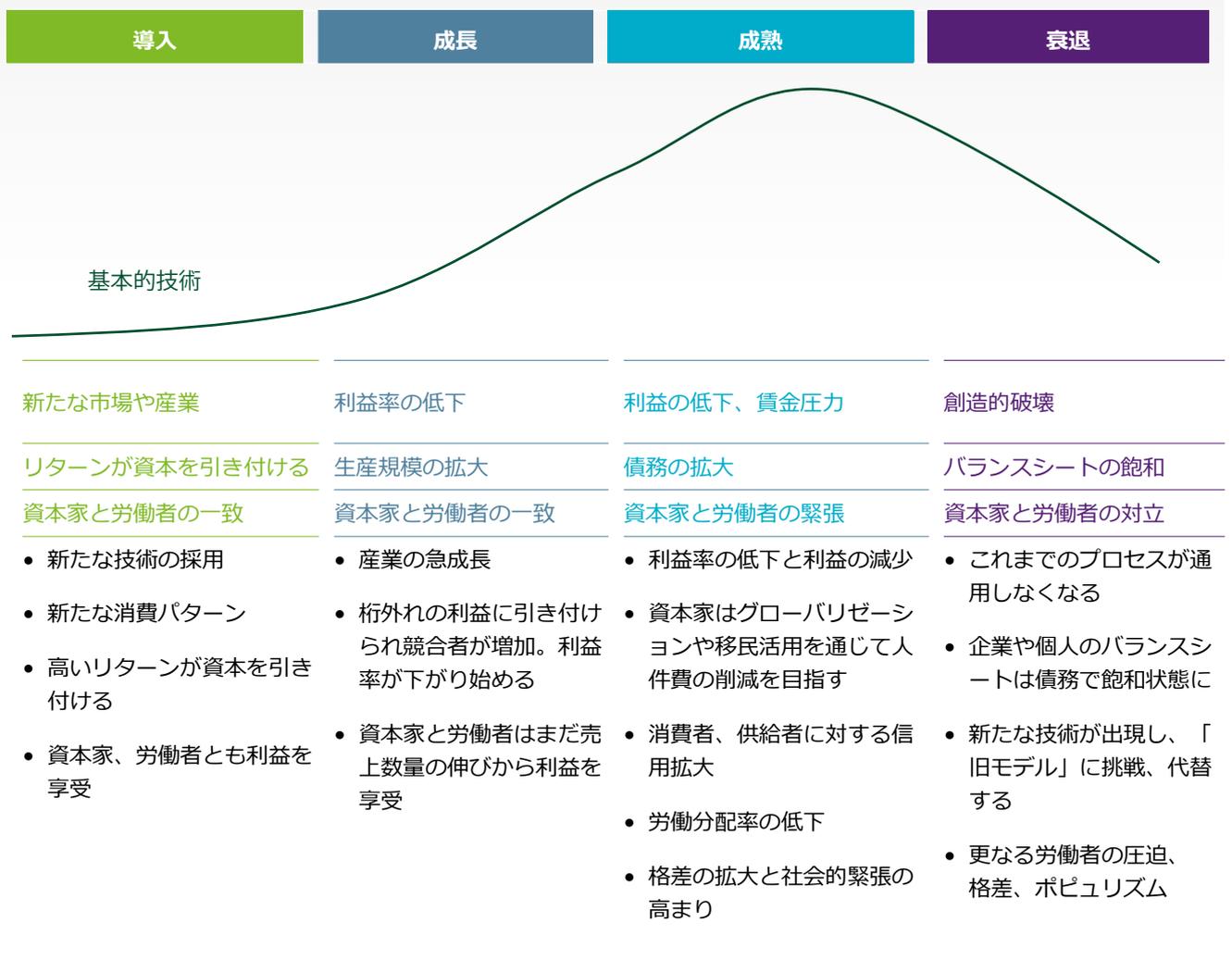
巻末資料 A : 歴史的視点 イノベーションの歴史

過去200年間の経済発展では、我々が生きる世界のパラダイムを変えた幾つかの基本的なコアイノベーションが支配的な役割を果たしました。こうしたイノベーションは、新たな技術を生み出すだけでなく、我々が住む世界の社会的、経済的及び制度的パラダイムを一変させます。

イノベーションサイクルのパターン

イノベーションのサイクルが社会に普及するパターンは概ね類似しており、4段階から成る観念的モデルを辿ります。

図10：基本的なイノベーションのサイクル



2008年は世界経済が成熟から衰退にシフトした転換点であったと考えています。消費者、企業及び政府は過剰債務の状態に陥っています。労働者が受け取る経済活動の成果の割合は次第に減少し、格差が大幅に拡大しました。政治は対立が進み、多くのテクノロジーによる破壊が起きました。

巻末資料 B：科学的視点 複雑なシステム（複雑系）と転換点

経済システムを含む殆どの複雑なシステムは、レジリエント期（復元期間）とも呼ばれる自律調整された均衡状態で推移します。そして何の警告もなく、質的に異なる状態に移行します。

システムの安定性

フィードバックループ：システムは、いわゆるフィードバックループの相互作用によって復元力のある状態を維持します。負のフィードバックループは、システムを原点に戻す傾向があり、正のフィードバックループは、システムを原点から遠ざけ、転換点へ向かわせます。

バッファ：システムを安定させる要素であり、システムが復元力のある状態を維持することにも寄与します。バッファが大きいほどシステムは安定的です。

システムは、フィードバックループが均衡している限り、又はフィードバックループ間にある程度空きのある大きなバッファがあれば、レジリエント段階に留まります。これらの調和が失われ、バッファが満杯になると、転換点に達します。

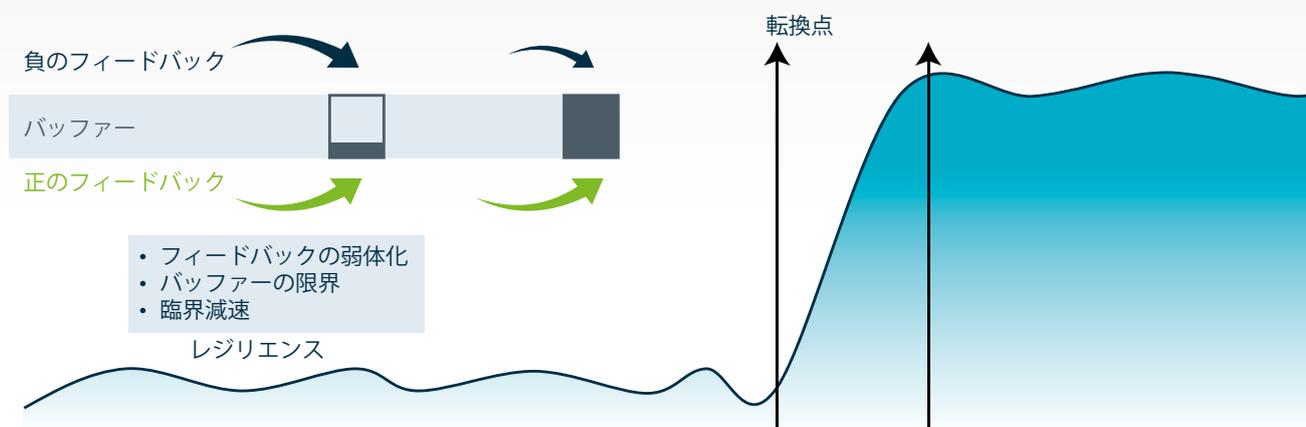
複雑性の科学は、潜在的な転換点に関する警告サインを提供してくれます。

- 1) **バッファの状況を監視する** - 満杯になりつつあるか
- 2) **フィードバックループを監視する** - バッファにどのような影響を与えているか
- 3) **臨界減速** - 変調の度にシステムが均衡に戻るペースが減速しているか

現在地はどこか

- **バッファの状況**：経済的、社会的バッファはともに限界に近づいています。経済的バッファでは、債務の飽和状態及び債務の拡大を可能にしたツール（金利）が限界に達しています。一方、社会的バッファに関しては、ポピュリスト的勢力の急速な高まりは、社会的忍耐力が尽きている可能性を示しています。
- **臨界減速**：新たな技術を通じた創造的破壊と人口動態の悪化が経済活動を圧迫し、経済が直近の危機前に達成した成長率に戻るのを阻んでいるようです。政府の継続的関与だけがシステムを持続させていますが、債務の生産性は下がり続けており、経済は直近の危機前の成長率に戻れなっています。

図11：複雑なシステムと臨界点



寄稿者



アブダラ ナファール
CEO
インサイト・インベストメント



デレク トレイナー, CFA
シニア・ライター
インサイト・インベストメント

 @InsightInvestIM

 company/insight-investment

 www.insightinvestment.com

